

万科 A(000002.SZ)/ 万科企业 (02202.HK)

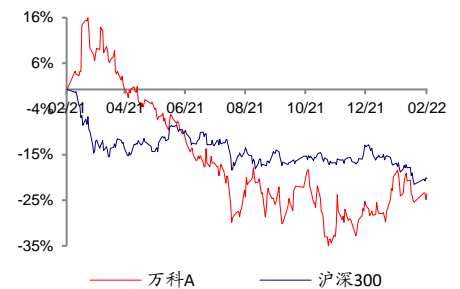
保持稳定运营，百亿中票额度获批

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	20.85 元/20.50 港元
合理价值	25.45 元/27.12 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2022-02-11

核心观点:

- **22年1月销售金额356亿元，销售面积211万方。**根据公司1月经营公告，万科1月实现合同销售金额356.0亿元，同比下降50.2%，但就绝对规模来看，在所有房企中排名第二。销售面积210.6万方，同比下降47.2%，销售均价16904元/平。
- **22年1月新增2宗地，拿地金额39亿元，维持高权益比例投资。**万科1月获取位于合肥、常州的2个项目，其中合肥项目为收购，合计拿地金额38.9亿元，拿地建面30.0万方，金额口径的拿地力度为11%。万科21年以来显著提升投资权益比例，从20年的69%提升至82%，22年1月权益比例为87%，维持高权益比例投资。
- **22年1月，万科发行30亿3年期中票。**根据中票发行公告，公司发行30亿元3年期中期票据，用于商品房项目建设，利率2.95%，较21年9月的3年期中票利率下降13bp。目前4笔中票完成注册，总规模100亿元，22年1季度无公开债务到期，净融资规模将显著提升。
- **盈利预测与投资建议。**2022年，万科资源获取上或将得到一定的支持，看好公司顺周期经营表现。预计21-22年归母净利润303亿元、315亿元，同比分别下降27%、增长4%，对应7.7xPE、7.4xPE。万科当前市值对应21Q3归母净资产PB为1.03x，考虑公司在手土储及未结算资源，NAV约为21Q3归母净资产的1.9x，考虑到当前市场景气度资产存在折价，按照21Q3归母净资产1.3x估计，对应万科A合理价值25.45元/股，过去5年A股相对H股溢价15%，按照汇率及溢价计算，对应H股27.12港元/股，维持A/H股“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度下行影响公司销售，结算规模不及预期。

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639

guoz@gf.com.cn

分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

邢莘



SAC 执证号: S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意，乐加栋、邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

盈利预测: (备注: 汇率采用22年1月10日0.81622人民币/港币)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	367894	419112	477126	490242	481582
增长率(%)	23.6%	13.9%	13.8%	2.7%	-1.8%
EBITDA(百万元)	82988	77373	63935	63919	60206
归母净利润(百万元)	38872	41516	30309	31494	32487
增长率(%)	15%	7%	-27%	4%	3%
EPS(元/股)	3.34	3.57	2.61	2.71	2.79
市盈率(x)	6.0	5.6	7.7	7.4	7.2
ROE(%)	21%	18%	12%	11%	10%
EV/EBITDA(x)	5.5	5.2	4.5	4.2	4.3

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相关研究:

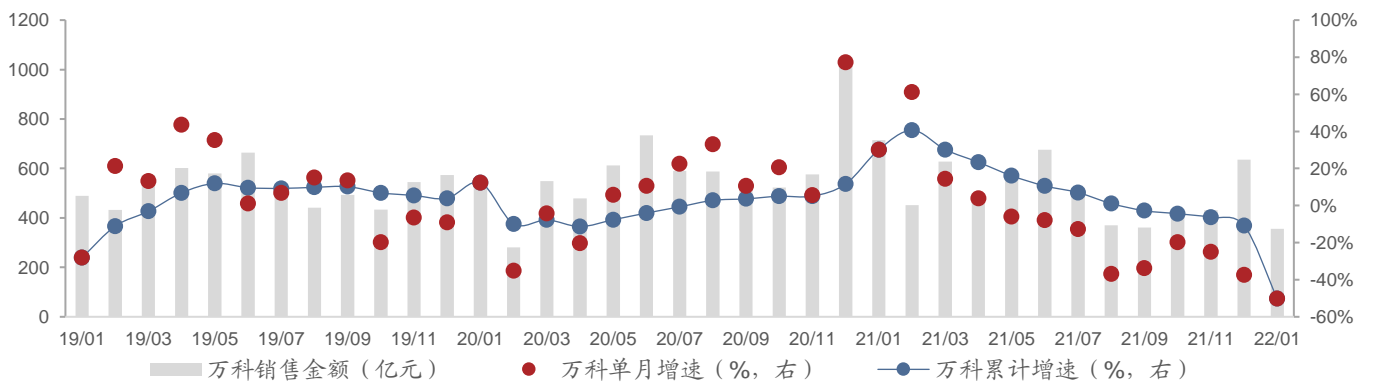
万科 A(000002.SZ)/万科企业 (02202.HK)2021 年经营点	2022-01-10
评:严推盘,扩权益,底线思维提升经营质量	
万科 A(000002.SZ)/万科企业 (02202.HK):利润率压力较大,新业务贡献不足	2021-11-07
万科 A(000002.SZ)/万科企业 (02202.HK):利润率压力部分	2021-08-31

表1: 万科销售情况及与成长房企比较

时间	销售金额 (亿元)	同比	销售面积 (万方)	同比	销售均价 (元/平)	同比	TOP10 销售金额 (亿元)	同比
	(万科累计)						(TOP10 累计)	
2012	1412	16.2%	1296	20.5%	10901	-3.6%	8222	31%
2013	1709	21.0%	1490	15.0%	11473	5.3%	11173	36%
2014	2151	25.9%	1806	21.2%	11909	3.8%	12907	16%
2015	2615	21.5%	2067	14.4%	12649	6.2%	14878	15%
2016	3648	39.5%	2765	33.8%	13190	4.3%	22022	48%
2017	5299	45.3%	3595	30.0%	14739	11.7%	32307	47%
2018	6070	14.5%	4038	12.3%	15032	2.0%	40334	25%
2019	6308	3.9%	4112	1.8%	15341	2.1%	45333	12%
2020	7042	11.6%	4667	13.5%	15087	-1.7%	48547	7%
2021	6278	-10.8%	3808	-18.4%	16487	9.3%	45493	-6%
	(万科单月)						(TOP10 单月)	
21/01	715	30.2%	399	19.5%	17930	8.9%	3844	55%
21/02	452	61.1%	276	59.5%	16350	1.0%	3027	63%
21/03	628	14.4%	430	13.6%	14631	0.7%	4433	27%
21/04	498	3.8%	309	1.6%	16128	2.2%	4581	25%
21/05	576	-6.1%	383	-1.1%	15041	-5.1%	4808	19%
21/06	676	-7.8%	396	-21.0%	17078	16.7%	5476	3%
21/07	515	-12.7%	307	-22.1%	16783	12.0%	3814	-11%
21/08	370	-36.9%	219	-48.1%	16878	21.6%	3318	-20%
21/09	361	-33.8%	228	-38.5%	15824	7.6%	2900	-44%
21/10	420	-19.8%	258	-29.5%	16253	13.7%	2966	-39%
21/11	432	-25.0%	254	-35.6%	17002	16.5%	2890	-37%
21/12	636	-37.4%	350	-45.6%	18181	15.0%	3435	-26%
22/01	356	-50.2%	211	-47.2%	16904	-5.7%	2233	-42%

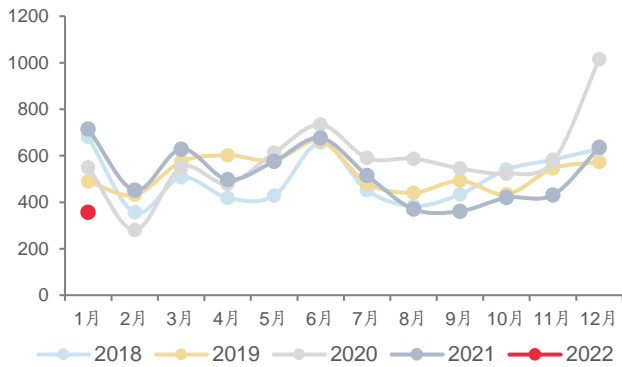
数据来源: 公司经营公告, 统计局, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图1: 万科销售金额及单月累计增速



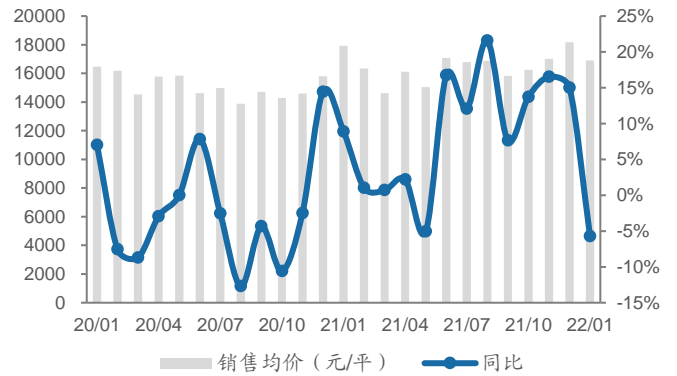
数据来源: 公司经营公告, 统计局, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图2: 万科单月销售金额 (亿元)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图3: 万科单月销售均价及同比



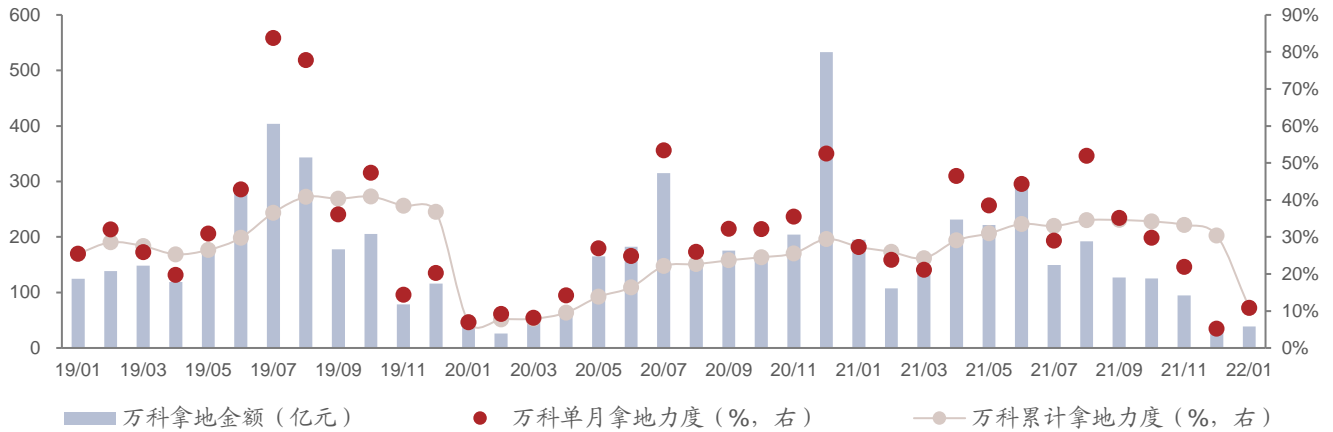
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

表2: 万科拿地规模情况一览

	拿地金额 (亿元)	同比	金额口径 拿地力度	金额权益 比例	拿地面积 (万方)	同比	面积口径 拿地力度	拿地均价 (元/ 平)	均价口径 拿地力度	累计布局 城市(个)
	(累计金额口径)				(累计面积口径)			(累计均价口径)		
2012	542	10%	38%	79%	1871	0%	144%	2899	27%	54
2013	1049	93%	61%	80%	3372	80%	226%	3112	27%	62
2014	435	-59%	20%	66%	897	-73%	50%	4845	41%	63
2015	991	128%	38%	79%	2241	150%	108%	4421	35%	64
2016	1831	85%	50%	72%	3129	40%	113%	5851	44%	65
2017	3416	87%	64%	66%	4752	52%	132%	7188	49%	75
2018	2929	-14%	48%	53%	5084	7%	126%	5761	38%	87
2019	2318	-21%	37%	75%	3872	-24%	94%	5986	39%	95
2020	2073	-11%	29%	69%	3219	-17%	69%	6440	43%	100
2021	1909	-8%	30%	82%	2823	-12%	74%	6761	41%	100
	(单月金额口径)				(单月面积口径)			(单月均价口径)		新进入城市
21/01	195	411%	27%	83%	281	303%	70%	6952	39%	
21/02	107	316%	24%	89%	109	207%	39%	9871	60%	
21/03	133	196%	21%	66%	205	45%	48%	6476	44%	
21/04	231	239%	46%	80%	437	86%	142%	5293	33%	
21/05	222	34%	39%	92%	286	63%	75%	7747	52%	
21/06	300	64%	44%	84%	330	53%	83%	9098	53%	
21/07	149	-53%	29%	88%	197	-60%	64%	7584	45%	
21/08	192	26%	52%	71%	349	56%	159%	5517	33%	
21/09	127	-28%	35%	83%	190	-35%	83%	6677	42%	
21/10	125	-26%	30%	90%	308	57%	119%	4063	25%	
21/11	94	-54%	22%	72%	91	-75%	36%	10411	61%	
21/12	33	-94%	5%	87%	43	-95%	12%	7730	43%	
22/01	39	-80%	11%	87%	30	-89%	14%	12863	76%	

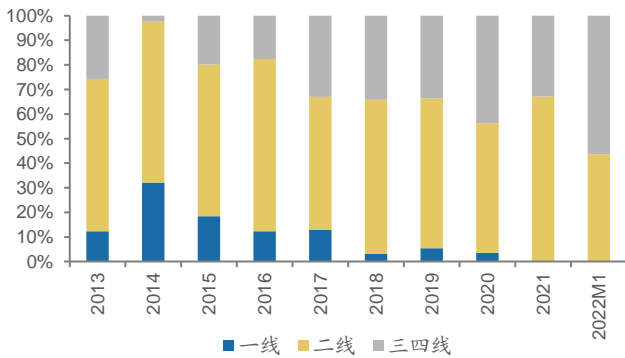
数据来源: 公司经营公告, 统计局, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图4: 万科拿地金额及单月累计拿地力度 (拿地金额/销售金额)



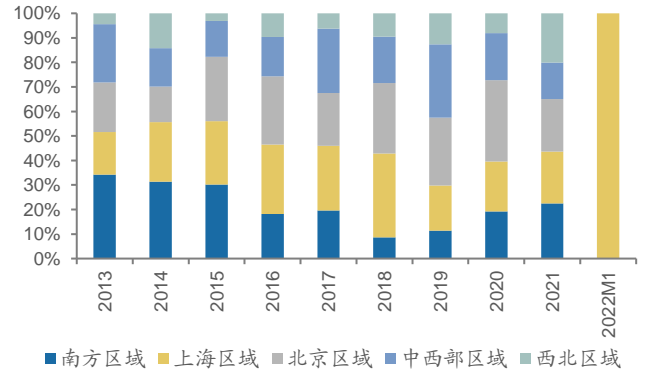
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图5: 万科拿地面积 (分线占比)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图6: 万科拿地面积 (分区域占比)



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

表3: 万科拿地金额结构占比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	22/01
分线拿地金额占比										
一线	25%	59%	36%	25%	38%	11%	13%	10%	0%	0%
二线	55%	39%	50%	63%	39%	64%	64%	51%	57%	27%
三四线	20%	2%	13%	12%	24%	26%	22%	39%	43%	73%
分区域拿地金额占比										
南方区域	29%	44%	35%	17%	34%	15%	17%	25%	25%	0%
上海区域	28%	27%	32%	38%	27%	46%	32%	36%	40%	100%
北京区域	20%	17%	26%	28%	25%	22%	20%	19%	13%	0%
中西部区域	20%	7%	5%	13%	12%	12%	25%	14%	14%	0%
西北区域	2%	5%	1%	5%	2%	5%	5%	6%	8%	0%
按城市进入时间划分的拿地金额占比										
布局1年	5%	0%	0%	0%	3%	5%	2%	2%	0%	0%
布局1-3年	6%	5%	6%	0%	0%	3%	7%	7%	5%	0%

布局 3-5 年	11%	5%	6%	8%	2%	0%	0%	7%	9%	0%
布局 5-10 年	36%	20%	27%	18%	24%	27%	21%	11%	14%	73%
布局 10 年以上	42%	70%	61%	74%	71%	66%	70%	74%	72%	27%

数据来源：公司经营公告，公司年报及中报，广发证券发展研究中心

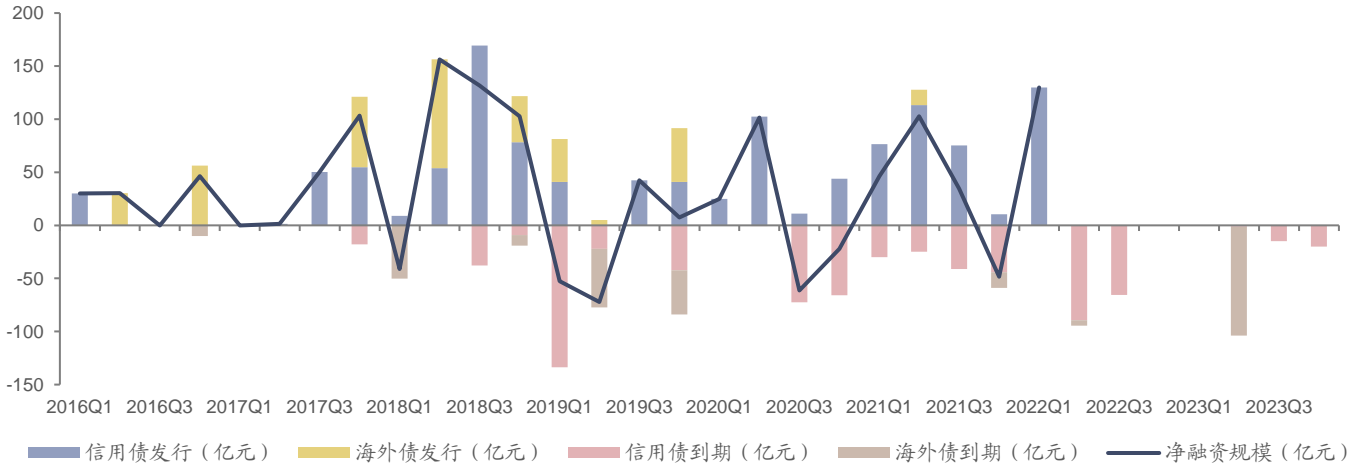
表4：万科近期发债情况一览

发行主体简称	债券类型	债券代码	发行总额 (亿元)	利率	期限(年)	主体评级	发行日期	较此前变化
万科 A	ABS	137413.SZ	9.5	3.90%	1.0	AAA	2020/11/30	
	ABS	137486.SZ	13.4	3.70%	1.0	AAA	2020/12/16	下降 20bp
万科 A	公司债	149297.SZ	16.0	4.11%	7.0	AAA	2020/11/11	
	公司债	149358.SZ	11.0	3.98%	7.0	AAA	2021/01/20	下降 13bp
万科 A	公司债	149357.SZ	19.0	3.38%	3.0	AAA	2021/01/20	
万科 A	中期票据	101801326.IB	20.0	4.03%	3.0	AAA	2018/11/13	
	中期票据	102100209.IB	20.0	3.76%	3.0	AAA	2021/01/27	下降 27bp
万科 A	ABS	138652.SZ	32.0	3.80%	18.0	AA+	2020/04/28	
	ABS	137800.SZ	15.0	4.60%	18.0	AA+	2021/03/11	上升 80bp
万科 A	ABS	137486.SZ	13.4	3.70%	1.0	AAA	2020/12/16	
	ABS	137894.SZ	10.1	3.38%	1.0	AAA	2021/03/31	下降 32bp
万科 A	ABS	137894.SZ	10.1	3.38%	1.0	AAA	2021/03/31	
	ABS	137925.SZ	11.2	3.31%	1.0	AAA	2021/04/15	下降 7bp
万科 A	ABS	137894.SZ	10.1	3.38%	1.0	AAA	2021/03/31	
	ABS	137950.SZ	12.0	3.28%	1.0	AAA	2021/04/22	下降 10bp
万科 A	中期票据	102100209.IB	20.0	3.76%	3.0	AAA	2021/01/27	
	中期票据	102100912.IB	20.0	3.52%	3.0	AAA	2021/04/28	下降 24bp
万科 A	公司债	149358.SZ	11.0	3.98%	7.0	AAA	2021/01/20	
	公司债	149478.SZ	5.7	3.70%	7.0	AAA	2021/05/18	下降 28bp
万科 A	公司债	149296.SZ	3.8	3.50%	5.0	AAA	2020/11/11	
	公司债	149477.SZ	10.0	3.40%	5.0	AAA	2021/05/18	下降 10bp
万科 A	ABS	137950.SZ	12.0	3.28%	1.0	AAA	2021/04/22	
	ABS	zc21052803.SZ	12.8	3.19%	1.0	AAA	2021/05/28	下降 9bp
万科 A	ABS	zc21052803.SZ	12.8	3.19%	1.0	AAA	2021/05/28	
	ABS	136061.SZ	12.0	3.19%	1.0	AAA	2021/06/01	持平
	ABS	zc21061707.SZ	12.7	3.20%	1.0	AAA	2021/06/17	上升 1bp
	ABS	zc21061807.SZ	12.9	3.25%	1.0	AAA	2021/06/24	上升 6bp
万科 A	ABS	zc21061807.SZ	12.9	3.25%	1.0	AAA	2021/06/24	
	ABS	zc21071502.SZ	11.2	3.15%	1.0	AAA	2021/07/20	下降 10bp
万科 A	公司债	149478.SZ	5.7	3.70%	7.0	AAA	2021/05/18	
	公司债	149568.SZ	7.0	3.49%	7.0	AAA	2021/07/22	下降 21bp
万科 A	公司债	149477.SZ	10.0	3.40%	5.0	AAA	2021/05/18	
	公司债	149567.SZ	23.0	3.19%	5.0	AAA	2021/07/22	下降 21bp
万科 A	ABS	zc21071502.SZ	11.2	3.15%	1.0	AAA	2021/07/20	

	ABS	136379.SZ	13.0	2.99%	1.0	AAA	2021/08/05	下降 16bp
万科 A	中期票据	102100912.IB	20.0	3.52%	3.0	AAA	2021/04/28	
	中期票据	102101821.IB	20.0	3.08%	3.0	AAA	2021/09/02	下降 44bp
万科 A	中期票据	102101821.IB	20.0	3.08%	3.0	AAA	2021/09/02	
	中期票据	102280222.IB	30.0	2.95%	3.0	AAA	2022/01/25	下降 13bp

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 万科信用债与海外债发行到期情况 (截至2022年1月)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,438,989	1,547,387	1,981,561	2,374,704	2,856,928
货币资金	166,195	195,231	318,554	350,409	385,450
应收及预付	99,813	314,748	347,371	384,907	404,197
存货	897,019	1,002,063	1,292,974	1,616,725	2,044,619
其他流动资产	275,963	35,345	22,663	22,663	22,663
非流动资产	290,940	321,790	341,272	402,596	484,084
长期股权投资	130,476	141,895	182,548	236,314	308,676
固定资产	12,400	12,577	15,093	18,111	21,734
在建工程	4,180	3,237	5,932	8,961	12,411
无形资产	12,726	15,242	15,242	15,242	15,242
其他长期资产	131,159	148,839	122,457	123,967	126,021
资产总计	1,729,929	1,869,177	2,322,833	2,777,300	3,341,012
流动负债	1,272,610	1,317,493	1,689,053	2,115,576	2,602,618
短期借款	15,365	25,112	38,053	28,742	37,133
应付及预收	551,697	1,178,204	1,504,588	1,898,573	2,390,740
其他流动负债	705,548	114,177	146,412	188,261	174,745
非流动负债	186,740	201,840	239,093	222,045	252,305
长期借款	114,320	132,037	191,821	172,513	200,287
应付债券	49,646	43,576	43,576	43,576	43,576
其他非流动负债	22,775	26,227	3,696	5,956	8,442
负债合计	1,459,350	1,519,333	1,928,146	2,337,620	2,854,923
股本	11,302	11,618	11,618	11,618	11,618
资本公积	12,384	18,554	24,616	30,915	37,412
留存收益	166,178	195,883	220,130	245,326	271,315
归属母公司股东权益	188,058	224,511	256,364	287,859	320,345
少数股东权益	82,521	125,334	138,323	151,821	165,744
负债和股东权益	1,729,929	1,869,177	2,322,833	2,777,300	3,341,012

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	367,894	419,112	477,126	490,242	481,582
营业成本	234,550	296,541	381,592	392,519	385,557
营业税金及附加	32,905	27,237	12,053	12,348	12,263
销售费用	9,044	10,637	10,810	11,972	13,269
管理费用	11,018	10,288	10,849	12,020	13,329
研发费用	1,067	666	0	0	0
财务费用	5,736	5,145	8,215	9,121	9,519
资产减值损失	-1,649	1,981	0	0	0
公允价值变动收益	-69	5	6	6	6
投资净收益	4,984	13,512	7,095	11,135	18,196
营业利润	76,613	79,959	60,708	63,404	65,847
营业外收支	-74	-283	0	0	0
利润总额	76,539	79,676	60,708	63,404	65,847
所得税	21,408	20,378	17,409	18,412	19,437
净利润	55,132	59,298	43,298	44,992	46,409
少数股东损益	16,260	17,783	12,990	13,498	13,923
归属母公司净利润	38,872	41,516	30,309	31,494	32,487
EBITDA	82,988	77,373	63,935	63,919	60,206
EPS (元)	3.34	3.57	2.61	2.71	2.79

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	45,687	53,188	73,140	87,759	97,256
净利润	55,132	59,298	43,298	44,992	46,409
折旧摊销	2,613	2,964	2,113	2,536	3,043
营运资金变动	130,595	306,588	2,850	32,697	44,983
其它	-142,652	-315,662	24,878	7,534	2,821
投资活动现金流	-28,627	5,797	-42,203	-54,220	-69,194
资本支出	-6,244	-7,208	-9,748	-12,206	-14,462
投资变动	-13,752	12,990	-32,455	-42,015	-54,732
其他	-8,630	15	0	0	0
筹资活动现金流	-33,338	-32,504	92,386	-1,683	6,979
银行借款	79,017	106,114	190,263	143,708	185,666
股权融资	11,814	38,859	0	0	0
其他	-38,057	-76,008	-12,303	-14,913	-15,671
现金净增加额	-15,930	25,924	123,323	31,855	35,041
期初现金余额	175,668	159,739	185,662	308,985	340,841
期末现金余额	159,739	185,662	308,985	340,841	375,882

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	23.6%	13.9%	13.8%	2.7%	-1.8%
营业利润增长	13.5%	4.4%	-24.1%	4.4%	3.9%
归母净利润增长	15.1%	6.8%	-27.0%	3.9%	3.2%
获利能力					
毛利率	36.2%	29.2%	20.0%	19.9%	19.9%
净利率	15.0%	14.1%	9.1%	9.2%	9.6%
ROE	20.7%	18.5%	11.8%	10.9%	10.1%
ROIC	24.7%	20.2%	16.8%	18.4%	20.1%
偿债能力					
资产负债率	84.4%	81.3%	83.0%	84.2%	85.5%
净负债比率	34.7%	18.9%	12.0%	6.5%	3.4%
流动比率	1.13	1.17	1.17	1.12	1.10
速动比率	0.35	0.37	0.37	0.32	0.28
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.23	0.23	0.19	0.16
应收账款周转率	205.86	168.30	43.80	17.84	10.53
存货周转率	0.28	0.31	0.33	0.27	0.21
每股指标 (元)					
每股收益	3.34	3.57	2.61	2.71	2.79
每股经营现金流	4.04	4.58	6.30	7.55	8.37
每股净资产	16.64	19.32	22.07	24.78	27.57
估值比率					
P/E	6.03	5.65	7.74	7.45	7.22
P/B	1.25	1.08	0.94	0.84	0.76
EV/EBITDA	5.51	5.16	4.53	4.24	4.30

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，八年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 乐 加 栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十二年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 张 春 娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021 年加入广发证券。
- 欧 阳 喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：研究助理，上海交通大学金融学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。